



O Risco Legal na Análise de Crédito

LUIZ FERREIRA XAVIER BORGES
SEBASTIÃO BERGAMINI JUNIOR*

RESUMO A finalidade do artigo é expor os motivos pelos quais a proteção contratual, exigida por credores e fornecida por postulantes de crédito no âmbito das operações de crédito de longo prazo para empresas não-financeiras, não cumpre as finalidades pretendidas, bem como focalizar o risco legal vinculado à exigência de cláusulas contratuais impositivas de obrigações de fazer ou restritivas à liberdade de gestão (*covenants*) e à constituição de garantias reais e pessoais.

ABSTRACT *This paper shows the weakness of legal protection to lenders through contracts in the Brazilian legal environment, focusing in legal risk evaluation, the use of covenants and warranties for long term loans offered to non financial enterprises.*

* Respectivamente, advogado do Departamento de Telecomunicações e gerente do Departamento de Crédito do BNDES. Os autores agradecem os comentários a uma versão preliminar deste artigo feitos por Kurt Janos Toth e Viviana Cardoso de Sá e Faria, ressaltando que, como de praxe, as opiniões são de sua inteira responsabilidade.

1. Introdução

Este trabalho tem o objetivo de avaliar a importância do risco legal na análise de crédito, estando focado na exigência por parte dos credores da chamada *proteção contratual*, a qual é constituída pela inclusão de cláusulas contratuais impositivas de obrigações de fazer ou restritivas à liberdade de gestão (*covenants*) e pela constituição de garantias reais e pessoais.

Seu conteúdo foi dividido em três seções, além das conclusões: na Seção 2 são apresentados os aspectos gerais da análise de crédito, contemplando a avaliação do risco no âmbito da concessão de crédito e o processo de precificação das operações de financiamento, de forma a ressaltar a vinculação entre o risco legal e os demais aspectos envolvidos na avaliação de crédito; na Seção 3 são detalhadas as formas de proteção contratual, constituídas pelos *covenants* e pelas garantias reais e pessoais; e na Seção 4 é descrita a ocorrência do risco legal e qualificada a efetividade da proteção contratual concedida pelos *covenants* e pelas garantias reais e pessoais.

O artigo trata da avaliação do risco legal na análise de projetos de investimento de longo prazo. Portanto, refere-se a crédito de longo prazo para empresas não-financeiras no Brasil, refletindo a experiência dos autores sobre o assunto. Para facilitar o acesso a um número maior de interessados, foi incluído um glossário ao final, desenvolvendo e detalhando os conceitos na mesma sequência em que são apresentados no artigo.

2. Análise de Crédito

O risco é constituído pela ocorrência de qualquer fato adverso para uma dada situação esperada. No caso específico, o risco de crédito é a probabilidade de ocorrência de perdas por inadimplência com relação a uma situação desejável, constituída pelo repagamento integral dos créditos por parte da totalidade dos devedores.

Risco deve ser diferenciado de incerteza, embora ambos os termos definam possíveis eventos que possam ocorrer no futuro, em função de o primeiro referir-se a fatos recorrentes ou repetitivos, o que permite a sua medição com base em uma distribuição de probabilidades e, em decorrência, a sua estimação com razoável grau de precisão. A incerteza, pelo contrário, tem

uma incidência aleatória por envolver fatos não recorrentes, o que impede a mensuração da probabilidade de sua ocorrência, ou pelo menos a sua estimação com utilidade para a tomada de decisões empresariais. Essa diferenciação será útil para orientar a escolha dos instrumentos mais adequados que devem ser utilizados na proteção contratual de operações de crédito.

Para instituições financeiras, a literatura reconhece seis tipos de risco: de crédito, de mercado, operacional, legal, de liquidez e de reputação. No contexto nacional, é adequado adicionar o conceito de risco político e regulatório, devido à sua relevância para as empresas nacionais.

O risco político em economias emergentes traduz-se pela sua evolução instável e pela constante modificação de regras, e seu efeito está considerado, de alguma forma, no chamado risco soberano ou risco-país. Nesse sentido, o risco Brasil pode ser decomposto, para os detentores do capital externo, em duas parcelas: uma relativa ao risco divisas, representado pela possibilidade de a empresa estrangeira não poder repatriar rendimentos e/ou o capital empregado, seja por moratória, seja por inexistência das divisas; e outra relativa ao risco político e regulatório, constituído pela possibilidade de ocorrência de mudanças radicais nas regras que orientam o desenvolvimento dos negócios privados.

O risco político está presente também em economias desenvolvidas: a proteção dos direitos difusos, relacionados à sociedade como um todo, tornou o risco ambiental um tipo não atenuável nem transferível, pois tanto a legislação dos países mais avançados em proteção ambiental quanto a brasileira prevêem a retroatividade na busca da compensação por danos ambientais, ou seja, existe não somente a possibilidade de mudanças das regras do jogo, como também de que seus efeitos tenham efeitos retroativos.

Os agentes do mercado financeiro chegaram ao consenso de que a avaliação de risco exige uma abordagem holística, visto ser impraticável identificar com precisão o impacto específico de cada tipo. Por exemplo, a ocorrência de um aparente risco de crédito, relativo à inesperada deterioração da qualidade de crédito de um determinado cliente, pode ocultar, na realidade, os efeitos do risco operacional representado pela utilização de uma metodologia de avaliação de risco inadequada.

O risco legal permeia os outros fatores de risco, sendo desconsiderado em muitas análises devido às dificuldades em segregá-los e em quantificar o

impacto atribuível a cada fator de risco. Por exemplo, a consultoria especializada Oliver, Wyman & Co. pesquisou a importância de cada tipo de risco para a obtenção de resultados pelas instituições financeiras e atribuiu os seguintes percentuais: 65% para o risco de crédito, 25% para o risco operacional e 10% para o risco de mercado, não sendo quantificados os efeitos decorrentes dos demais tipos de risco.

Uma vez estabelecida uma taxonomia para os riscos, as instituições financeiras gerenciam o processo de sua assunção a partir de sua propensão a assumir riscos, a qual é estabelecida e formalizada em uma política de crédito, de forma genérica, e na fixação de critérios de impedimento, de modo específico, definindo como e com quais empresas ou segmentos a instituição irá operar. Essa visão endógena do gerenciamento de risco é complementada por uma abordagem exógena, considerando parâmetros levantados no mercado financeiro, cujo resultado final deve estar incluído em seus manuais de análise de risco, que consubstanciam sua visão com relação ao risco considerado aceitável.

Com o controle do risco operacional interno, através da formalização de sua política de crédito e de seus procedimentos operacionais em manuais, e com a implementação de uma estrutura organizacional que contemple controles internos, visando segregar funções e extinguir ou reduzir conflitos de interesses, a instituição financeira estará apta para administrar os riscos diagnosticados em seus clientes e em suas operações de crédito.

A administração do risco prevê que o risco do cliente/operação deve ser gerido de modo a ser *mitigado* (alocado, controlado, compartilhado ou financiado), *reduzido*, ou simplesmente *evitado*. Ademais, essa administração tem, entre seus objetivos, a busca de uma adequada relação retorno/risco, que se dá no âmbito do processo de precificação de suas operações de crédito.

Processo de Avaliação e Concessão do Crédito

A avaliação do risco de crédito realizada por instituições financeiras compreende o levantamento dos riscos associados à concessão de crédito e, à luz de sua política de crédito, ao fato de assumi-los ou não, pois “o risco é uma opção, e não um destino” [Bernstein (1997)]. Os riscos identificados, sendo aceitáveis, devem ser mitigados em graus variáveis através de cláusulas contratuais específicas regulando o que deve e o que não pode ser feito pelo beneficiário do crédito (*covenants*). Para a incerteza, porém, deverá ser

feita uma cobertura contratual, representada pela mobilização de garantias reais ou pessoais.

A análise dos fatores de risco envolvidos em uma operação de crédito deve obedecer a uma seqüência lógica para que o processo de crédito seja eficiente, sendo desenvolvidas três fases de forma simultânea, embora seus objetivos específicos sejam diferentes e complementares: *a)* a primeira tem o objetivo de saber, de antemão, se o postulante ao crédito tem intenção de repagar um crédito eventualmente concedido; *b)* a segunda tem a finalidade de quantificar o nível de geração de caixa do negócio e sua suficiência para honrar o crédito solicitado, sendo o seu objetivo, portanto, saber se a empresa poderá repagar o empréstimo, em condições normais de geração de resultados recorrentes; e *c)* a última tem o objetivo de obter uma cobertura (colateral) para repagar o crédito concedido, na eventual ocorrência de fatos imprevistos que impeçam a obtenção dos resultados estimados. Essa cobertura é representada por bens patrimoniais ou compromissos pessoais, constituindo um colateral na medida em que se sabe que o risco moral e os riscos envolvidos na geração de caixa no futuro são aceitáveis frente à política de crédito da instituição.

A lógica da seqüência permite antever os diversos desdobramentos: *a)* se não houver intenção do postulante de repagar, sequer devem ser desenvolvidas as demais fases; *b)* uma vez ultrapassada a primeira fase, porém constatada a incapacidade de o postulante honrar o crédito solicitado em condições normais, abrem-se duas alternativas: readequar o valor do crédito solicitado ou, definitivamente, negar sua concessão; e *c)* finalmente, nos casos em que o teste de estresse indica um alto nível de risco, busca-se mitigá-los através de *covenants*. Nos casos em que se verifica um alto grau de incerteza, a boa técnica recomenda não concretizar a operação de crédito, mesmo que lastreada em garantias reais ou pessoais consideradas satisfatórias.

Note-se que no passado não muito distante, quando o ambiente econômico brasileiro era altamente inflacionário, as operações de crédito realizadas no Brasil estiveram baseadas na análise do binômio *Cadastro & Garantias Líquidas*, uma vez que a avaliação de risco estava subordinada a uma visão de curtíssimo prazo, muitas vezes limitada a um horizonte de dois meses.

Para balizarem sua exigência de proteção contratual as instituições financeiras avaliam a dinâmica financeira de seus possíveis clientes, com o objetivo de dimensionar o risco financeiro por eles representado. No Brasil, essa avaliação está centrada na rentabilidade e no comportamento do capital de giro, mais do que na avaliação do retorno financeiro. Portanto, a geração

de caixa recorrente propiciada pelos negócios, que deveria ser o fator determinante para definir a capacidade financeira das empresas e para balizar a propensão das instituições financeiras em conceder crédito, é considerada de forma indireta e muitas vezes não pode ser estimada com um adequado grau de confiabilidade. Essa situação torna secundária, no mercado financeiro nacional, a máxima que vigora em mercados desenvolvidos de que *o caixa é o rei*.

A forma de avaliação de risco utilizada no país decorre de dois fatores principais, sendo o primeiro um fator de risco e o segundo um componente de agravamento da incerteza: *a) a alta volatilidade do contexto operacional das empresas* que existe em economias emergentes dificulta a obtenção e a previsão do que poderiam ser considerados *resultados recorrentes*, sendo essa volatilidade representada por fatores estruturais que aumentam a instabilidade dos negócios e agravada pelo risco político, ou seja, pelos efeitos da implementação de determinadas políticas e regulamentações públicas que podem alterar radicalmente o cenário econômico nos quais elas operam; e *b) a falta de transparência contábil* dessas empresas, que, pela legislação vigente no país, não estão obrigadas a disponibilizar um volume de informações que possa ser considerado suficiente para a avaliação de risco de empresas postulantes de crédito, ressaltando, dentre essas omissões, a ausência da demonstração de fluxo de caixa, peça contábil imprescindível para a visualização da interface financeira desses resultados recorrentes.

A análise do desempenho financeiro de postulantes de crédito, cuja metodologia é utilizada inclusive pelas agências independentes de classificação de risco, deve contemplar o desdobramento dos fatores de risco da empresa entre os vinculados ao seu negócio e aqueles relativos à sua estrutura de financiamento. As finalidades da segregação desses fatores entre o risco do negócio e o risco financeiro são o de permitir que a instituição financeira possa estimar a capacidade de endividamento de uma postulante de crédito e o risco de crédito por ela representado para cada unidade adicional de crédito concedido.

O *risco do negócio* está vinculado à geração de resultados das operações (lucro e caixa gerado pelas atividades operacionais), ou seja, ao resultado que precede a sua posterior partição entre os fornecedores de capital do negócio, e deve ser avaliado com base no conjunto de variáveis que determinam o volume e o grau de estabilidade existente na geração de caixa: quanto maior a probabilidade de que o fluxo de caixa esperado fique estável dentro de uma determinada faixa, menor a volatilidade do negócio e o seu risco, e vice-versa.

O *risco financeiro* somente existirá quando a empresa obtiver crédito e será determinado, de forma indireta, também com base na volatilidade do negócio, ou seja, quanto maior a volatilidade do fluxo de caixa esperado, menor deverá ser o volume de crédito concedido, com efeitos nas taxas de risco a serem utilizadas pela instituição financeira na precificação da operação, pois essas taxas tenderão a ser crescentes por unidade de crédito adicional concedido.

A importância desse tipo de segregação reside no fato de que o nível de risco do negócio determina o nível de risco financeiro apropriado ou suportável para cada categoria de risco, isto é, para um mesmo nível de risco final, a empresa que tem um perfil de risco de negócio fraco deve apresentar uma estrutura financeira mais conservadora, ao passo que a empresa possuidora de um perfil de risco de negócio moderado estará apta a manter um nível maior de alavancagem financeira.

Apesar das dificuldades para aferir a capacidade financeira das empresas, vem sendo rapidamente difundido no mercado financeiro nacional o uso de indicadores representativos de uma determinada capacidade de pagamentos potencial que podem ser exigidos em contratos de financiamento sob a forma de *covenants*, os quais, por sua vez, são expressos tanto sob a forma de *indicadores de natureza econômica*, vinculados ao *earnings before interest and tax* (Ebit), quanto de *indicadores de natureza financeira*, relacionados ao *earnings before interest and tax more depreciation and amortization* (Ebitda).

Embora sua definição e entendimento sejam singelos, os analistas se deparam, na prática, com algumas dificuldades práticas em obtê-los. No mercado financeiro internacional, os testes de cobertura anual mais utilizados na definição dos *covenants* procuram vincular o lucro ou a geração de caixa aos juros e ao principal a serem pagos no futuro, visando medir a capacidade do projeto em servir a dívida, ano a ano. Os indicadores comumente usados são três: de cobertura de juros, de cobertura de despesas financeiras e de cobertura do serviço da dívida. Note-se que a utilização de indicadores que usem princípios contábeis estrangeiros pode causar problemas ao credor, caso sejam discutidos em juízo.

A visão moderna da análise de risco está centrada na utilização de indicadores voltados para a estimação da geração de caixa e no uso de *covenants* baseados em indicadores de cobertura. Contudo, prevalece no país o uso de indicadores relacionados à estrutura de capitais, tais como os relativos ao endividamento financeiro e ao capital de giro mínimo, em

grande parte devido a dificuldades em obter informações fidedignas sobre a geração de caixa operacional esperada.

A qualificação acima de *visão moderna* está associada ao uso de indicadores de cobertura ao invés de indicadores de estrutura na elaboração dos *covenants*, pois são duas as vantagens dos primeiros sobre os segundos: *a*) operam com informações de fluxo (relativas às operações de um determinado período), que são mais robustas em termos explicativos e preditivos com relação aos indicadores de estrutura, que operam com informações de saldo (relativas à posição em uma determinada data); e *b*) do ponto de vista do credor, é melhor utilizar uma base prévia à partição do resultado operacional (postura ativa) do que esperar os efeitos do gerenciamento de caixa na estrutura de capitais promovidos pelo devedor (postura passiva).

A mitigação de risco no Brasil pode se basear na utilização de uma metodologia de extrapolação de desempenho com o uso de uma matriz de perfil de negócio e perfil financeiro, a exemplo do que é feito pelas agências de classificação de risco e outros agentes de mercados financeiros mais desenvolvidos. No entanto, as tentativas de utilizar essa metodologia e transpor esses parâmetros para a realidade nacional apresentam dificuldades decorrentes da ausência de parâmetros comparativos, pelo fato de existir um número reduzido de empresas classificadas e de as empresas nacionais trabalharem num mercado onde a estrutura de juros é mais gravosa, o que deve resultar em indicadores de cobertura e de alavancagem bem mais moderados para as empresas brasileiras com relação às suas congêneres do primeiro mundo.

Em que pese a ausência de parâmetros de desempenho mais consistentes, a metodologia de extrapolação de desempenho, desde que adaptada ao contexto nacional, pode auxiliar o processo de estabelecimento de padrões de desempenho a serem inseridos em contratos de financiamento sob a forma de *covenants* para determinados tipos de postulantes de crédito.

Precificação do Risco de Crédito

A precificação de uma operação de crédito passa pelo cálculo das perdas por inadimplência. A inadimplência financeira é característica da situação de um devedor que não repagou uma obrigação na data fixada, ou mesmo que ingressou em curso problemático. Entende-se por crédito problemático a ocorrência de diversos eventos, alguns vinculados a crises de liquidez, podendo resultar em regime de concordata, e outros a um estado de insol-

vência da empresa, no qual os seus passivos reais superam os ativos reais, num contexto que provavelmente resultará em falência.

A adequada análise do risco legal envolvido em operações de crédito deve estar focada na avaliação da perda esperada por inadimplência, que é função do nível de recuperações, ou seja, do valor que é recuperado pelo credor após estabelecer negociações extrajudiciais ou judiciais visando ao ressarcimento do empréstimo concedido.

As recuperações são determinadas por três fatores: *a)* prioridade no acesso às garantias reais, ou seja, a chamada *senioridade das garantias*; *b)* características do setor no qual atua o devedor inadimplente, pois elas determinam, no âmbito de um processo de liquidação, o valor e o grau de liquidez dos bens e direitos recebidos como garantia em um empréstimo; e *c)* forma e celeridade em que se dá o processo de liquidação, que depende do rito processual necessário para a realização financeira das garantias e do contexto jurídico institucional que vigora no país.

A precificação tradicional do custo de um empréstimo considera quatro variáveis: custo de captação; despesas operacionais; perdas esperadas por inadimplência; e obtenção de lucratividade suficiente, que será assim considerada quando permitir a cobertura de perdas não esperadas e proporcionar uma taxa de retorno compatível com os riscos assumidos no longo prazo. A chamada cunha fiscal tem um peso significativo no processo de precificação, e os impostos devem estar incluídos nas variáveis acima da seguinte forma: os indiretos (PIS, Cofins, IOF, CPMF) deverão estar inclusos nas despesas operacionais e os diretos (IR e CSLL) na lucratividade.

No contexto nacional existem algumas dificuldades em mensurar as perdas por inadimplência, pois as estatísticas sobre as inadimplências não são abrangentes e confiáveis e as perdas dependem da medição do nível de recuperação, sobre as quais se têm poucas informações, na medida em que essa recuperação depende da senioridade das garantias e de um processo judicial que, no caso brasileiro, pode levar décadas para ser concluído.

A decisão de concessão de empréstimos deve incluir uma visão do crédito a conceder como uma opção dada pelo credor ao devedor, em que o segundo tem meios de desvalorizá-la, na medida em que um aumento no endividamento da empresa devedora acarreta um conseqüente aumento do seu risco específico, implicando um custo proporcionalmente mais barato para o devedor com relação ao originalmente pactuado e, algumas vezes, um retorno incompatível com o risco assumido pelo credor.

Esse fato demonstra a importância de se implementar *covenants* restritivos ao aumento de endividamento do devedor como um instrumento indispensável à boa gestão do risco de crédito, sendo que esses *covenants* devem estar, por sua vez, prévia e contratualmente vinculados a compromissos de aporte de novos recursos à empresa pelo devedor ou a um mecanismo de juros flutuantes contemplando o pagamento de adicional na taxa de juros paga pelo devedor no caso da deterioração de seu nível de risco, realinhando dessa forma a relação retorno/risco previamente estabelecida.

As conclusões de um estudo do Banco Central do Brasil (1999) com relação ao resultado do processo de precificação de operações de crédito de curto prazo indicam que a persistência dos elevados *spreads* no Brasil é explicada pela inadimplência e pelo reduzido nível de alavancagem dos empréstimos, que limitam a diluição dos custos operacionais e de capital. O referido estudo propõe uma série de medidas visando reduzir o *spread* bancário e aumentar a oferta de crédito, dentre elas a aplicação efetiva do juízo arbitral e a modificação da lei de falências.

3. Instrumentos de Proteção Contratual

Uma vez realizada a avaliação de risco e tomada a decisão de assumi-lo concedendo o crédito, tem início o processo de sua formalização, através da assinatura de um contrato, o qual irá balizar, a partir de então, o relacionamento devedor/credor. O credor deve ter, de forma prévia à contratação, sistematizadas as informações relativas aos possíveis riscos legais e ao contexto jurídico no qual deverão ser resolvidos os eventuais conflitos com a outra parte, pois esse conhecimento poderá orientar suas exigências prévias com relação ao conteúdo da proteção contratual desejada.

O risco legal corporativo compreende as questões relativas ao *arcabouço regulatório da atividade* e à *avaliação dos aspectos fiscais e societários*. Essa avaliação está focada nos problemas advindos, dentre outros, da definição dos direitos dos sócios ou acionistas contemplados no contrato social/estatuto social com relação à abrangência do objeto social, à divisão do capital, ao poder de alterar o próprio contrato social/estatuto social à disponibilidade para venda das quotas, ao direito de preferência, aos limites e responsabilidades dos poderes atribuídos à gerência e às premissas formais do processo de sucessão.

A análise do risco legal associado a projetos estruturados (*project finance*) constitui uma disciplina repleta de exemplos que demonstram a importância

dos *covenants* no processo de alocação e mitigação dos riscos entre os seus diversos participantes. Nessa modalidade de crédito, os financiamentos são concedidos a projetos cuja capacidade financeira é sustentada ou representada primária e contratualmente pelo fluxo de caixa gerado pelo empreendimento, com a utilização dos instrumentos de engenharia financeira disponíveis para mitigar riscos específicos, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo projeto. No entanto, pela sua amplitude, esse assunto foge ao escopo deste artigo, que está centrado na avaliação da efetividade da proteção contratual em empréstimos de longo prazo, ou seja, na análise do risco legal e na utilidade efetiva dos *covenants* e das garantias reais e pessoais, embora se torne difícil dissociá-la da análise do risco legal corporativo ou de projetos estruturados.

Covenants

O instituto do *covenant* constitui um sistema de garantia indireta, próprio de financiamentos, representado por um conjunto de obrigações contratuais acessórias, positivas ou negativas, ou seja, é um compromisso ou promessa em qualquer contrato formal de dívida, reconhecido em lei, que protege os interesses do credor e estabelece que determinados atos não devem ou devem cumprir-se, podendo ser um compromisso restritivo ou uma obrigação de proteção.

As obrigações positivas são exigências relativas à observância de certas práticas de gestão, consideradas indispensáveis à eficiente administração da empresa, enquanto as obrigações negativas são limitações à liberdade de gestão dos administradores da devedora, obrigando-os a não praticar certos atos.

As obrigações mais comuns inseridas em contratos de financiamento no país referem-se a três pontos, ou seja, *limitação do grau de endividamento da empresa, limitação ou impedimento a contrair novas obrigações e manutenção de capital de giro mínimo*, que vêm sempre acompanhadas de *obrigações adicionais* objetivando reforçar essas três.

Os indicadores econômico-financeiros que podem ser associados à limitação do grau de endividamento podem ter várias formulações: Endividamento Financeiro Líquido dividido pelo Ativo Total; Endividamento Financeiro Líquido dividido pelo Patrimônio Líquido; e Endividamento Financeiro Líquido dividido pelo Valor de Mercado da Empresa. Esses indicadores, também chamados indicadores de estrutura, não são tão robustos quanto os

indicadores de cobertura baseados na geração de caixa e, do ponto de vista operacional, representam, de forma geral, um posicionamento passivo e limitado com relação ao processo de partição de resultados. Ademais, se forem mal formulados irão dificultar o objetivo almejado e, possivelmente, inviabilizar sua cobrança no futuro.

O contrato deve prever outros *covenants* que representem um reforço às obrigações básicas e reflitam o programa econômico-financeiro da empresa, tal como a prestação regular de informações que permitam o seu acompanhamento pelo credor.

São exemplos de obrigações adicionais positivas: manter escrituração adequada, ceder cópias das demonstrações financeiras auditadas, informar fatos relevantes e suas prevenções, dar livre acesso à empresa, efetuar pagamento tempestivo geral, manter seguros adequados e respeitar a legislação sobre a livre concorrência.

Representam obrigações adicionais restritivas ou negativas: não assumir ou garantir obrigações de terceiros, exceto as ordinárias, não permitir privilégios, prioridades e garantias reais ou pessoais que onerem seu ativo, com exceção dos já existentes, os mobilizados para os negócios ordinários e os decorrentes de lei. Outros exemplos são: não vender, descontar ou dispor de títulos de crédito, exceto nas operações ordinárias, não mudar a natureza de seu negócio ou objeto, não efetuar alienação ou oneração de ativos, não promover incorporação, fusão ou cisão, não antecipar pagamentos e limitar empréstimos, investimentos, dividendos, resgate e remuneração de sócios e administradores.

Constituem obrigações adicionais negativas a serem assumidas por terceiros, por exemplo, limitar o voto dos controladores quanto aos seguintes temas: alienação direta ou indireta do controle, distribuição de dividendos, endividamento e tecnologia.

O descumprimento de *covenants* pactuados pode ensejar a aplicação de penalidades constituídas por novas obrigações, como o aporte de capital direcionado, a concessão de crédito subordinado pelos sócios ou acionistas, a restrição ao pagamento de dividendos ou a criação de um colchão de liquidez. Muitas dessas obrigações já vêm sendo incluídas nos padrões contratuais das instituições financeiras brasileiras ou são propostas para operações específicas.

Garantias

As garantias são pactos acessórios a uma obrigação principal, através dos quais bens ou direitos do garantidor ou de terceiros podem ser demandados judicialmente para ressarcir o credor pelo inadimplemento do devedor.

Neste trabalho, o estudo das garantias, vistas no contexto de um processo de recuperação de perdas, teve um enfoque voltado para a sua adequação aos financiamentos e não contemplou o exame de diversos outros aspectos, como aqueles relacionados com: utilização de cadastro para obtenção de informações sobre a qualidade e o exame prévio das garantias; avaliação patrimonial dessas garantias para satisfação de eventuais débitos em inadimplência; e realização de seguro para os bens recebidos em garantia, cuja contratação é norma obrigatória para mitigar riscos legais associados à realização dessas garantias.

As garantias normalmente exigidas são as reais e as pessoais, embora outras venham sendo usadas entre nós. As garantias reais são a hipoteca, o penhor ou caução, a alienação fiduciária e a anticrese, a qual consiste na entrega de um bem para a exploração de seus frutos, mas que caiu em desuso. As garantias pessoais são fiança e aval e incidem sobre todo o patrimônio dos coobrigados, sem determinação expressa de um bem específico. Portanto, na garantia real o ônus incide sobre um bem, um título de crédito ou um direito específico, enquanto na garantia pessoal o garantidor responde com todo o seu patrimônio pela satisfação da obrigação garantida.

É interessante destacar que tais garantias só incidem sobre o patrimônio, nunca sobre a liberdade do devedor, ou seja, um devedor insolvente, *sem patrimônio*, estará fora do alcance de qualquer medida de execução de contrato. Daí, por exemplo, a importância de um bom levantamento cadastral, com arrolamento patrimonial dos postulantes de crédito, e de uma adequada avaliação ou classificação de risco, se disponível.

As garantias pessoais utilizadas são a fiança, para garantir contratos, e o aval, em garantia de títulos de crédito, sendo fato comum as pessoas, mesmo as que trabalhem há muito com operações de crédito, confundirem as duas figuras. A desvantagem para essas garantias prestadas por terceiros nas operações de financiamento de longo prazo é que elas são caras para os afiançados ou avalizados, e o garantidor certamente exigirá contragarantias, o que duplica a análise em todos os seus aspectos. Como a execução incidirá sobre o patrimônio dos fiadores ou avalistas, valem aqui as observações retromencionadas sobre o alcance das medidas de execução.

Outras garantias podem ser utilizadas, como, por exemplo, a carta de crédito, a retenção de receita do empreendimento e o seguro, salientando-se que o uso de seguros como garantia ainda é caro e os produtos muitas vezes têm que ser desenhados sob medida.

4. Efetividade da Proteção Contratual

Ocorrência do Risco Legal

O risco legal de crédito surge, geralmente, quando o devedor não repaga seu débito na data aprazada. Nesse momento são acionados os mecanismos de recuperação de crédito, o que se dá em duas etapas: a *negociação extrajudicial* e a *recuperação judicial*.

A experiência ensina que a melhor garantia é o sucesso da operação apoiada e sua geração de receitas originalmente prevista. Às vezes, os problemas de pagamento podem ser resolvidos por ações internas ou externas que promovam ajustes na empresa, sua reestruturação ou mesmo liquidação de ativos, obtidas por processo de negociação, entendida aqui como a obtenção de um acordo em que o rateio das perdas é aceito por todos os envolvidos.

A existência de garantias reais é fundamental para reforçar o poder de negociação do credor para exigir o cumprimento dos *covenants*. Apesar de a via negocial ser eficiente na recuperação de créditos, não são poucos os constrangimentos legais a serem superados no Brasil. Registra-se a existência de segmentos de empresários que lançam mão de sucessivas ações para obter quebra de regras de risco anteriormente pactuadas entre as partes, ou de pressões políticas para conseguir vantagens indevidas e não pagar integralmente suas obrigações.

Efetividade dos *Covenants*

Os *covenants* apresentam uma diferença fundamental com relação à constituição de garantias reais ou pessoais, pois se trata de uma proteção contratual que tem o foco na boa administração e na integridade do patrimônio. Muito mais baseada na credibilidade do devedor que em qualquer conforto que uma garantia real ou pessoal possa trazer, a utilização de *covenants* confere uma flexibilidade compatível com o dinamismo esperado para a atuação de um moderno setor financeiro. Os contratos que também

têm *covenants* concedem maior proteção contratual aos credores do que aquela proporcionada exclusivamente pelas garantias tradicionais.

Ao contrário de outros institutos anglo-saxões de direito civil ou comercial, os *covenants* são compatíveis com o nosso direito romano-germânico e podem conviver perfeitamente com as garantias tradicionais normalmente utilizadas no Brasil. Eles se equiparam, em nosso direito, às obrigações de fazer e de não fazer, previstas nos artigos 878 a 883 do atual Código Civil como obrigações acessórias. Há previsões bem definidas na Lei das S.A. (Lei 6.404/76) e exemplos freqüentes em caso de emissão de debêntures. Há também previsões em legislação esparsa, especialmente naquela referente ao mercado financeiro.

O atual Código de Processo Civil, artigos 632 a 645, fornece os instrumentos processuais para a execução específica no sistema legal brasileiro, que, para ser efetiva e coercitiva, deve constar como previsão contratual expressa. Em caso de dificuldade de satisfação, a obrigação poderá resolver-se em perdas e danos, ou seja, o credor terá direito a uma compensação financeira se não for feito o que foi pactuado. Se o que tiver sido pactuado puder ser substituído por outro bem, ação ou serviço da mesma espécie ou natureza (hipótese de fungibilidade da obrigação), será possível a sua execução por terceiros, contra a vontade do devedor, mas à sua custa.

Entretanto, deve-se reconhecer que a maioria das obrigações que interessam ao credor é infungível e dificultada por um princípio de ordem jurídica em que “ninguém pode ser coagido a fazer ou a não fazer, a não ser por força de lei”. Essas obrigações tanto podem constar de título judicial, através de sentença obtida ao fim de ação ordinária, como extrajudicial, através de instrumento contratual ou título de crédito. Infelizmente, não podemos deixar de salientar a questão dos prazos em juízo, uma vez que um procedimento protelatório por parte do devedor, mesmo que pouco demorado, pode frustrar toda a estrutura em que se baseou o projeto.

Essa questão fundamental leva à discussão da implementação do instituto do juízo arbitral, recentemente objeto de lei nacional, como cláusula contratual que pode tornar possível dirimir disputas de forma mais rápida e sem atravancar o aparelho judiciário, sem a ilusão de considerá-lo panacéia. Também podem ser usados consultores e mediadores para dirimir litígios mais simples.

Mesmo não previsto no contrato, é sempre possível um pedido de excepcionalidade ao credor, que, sem novar a obrigação, poderá permitir uma

adequação às condições concretas do projeto, cuja implementação é o objetivo final de todas as partes envolvidas. Qualquer processo de aditamento formal ou informal ao contrato deve ser objeto de alguma atenção com a identificação de quem são os interlocutores, onde podem ser encontrados e qual o prazo para resposta a uma demanda. Devem também ser previstas penalidades mais leves para inadimplências menores, lembrando-se que o uso do vencimento antecipado é uma pena demasiadamente dura, que só deve ser aplicada como recurso definitivo.

Uma vez que a lei não proíbe essa prática, a pactuação do vencimento antecipado por inadimplemento de *covenants* transforma-os em *condições resolutivas* expressas, independentemente de interpelação judicial, salientando-se que esse inadimplemento deve ser certificado por terceira parte, como auditores independentes. A dívida pode ser imediatamente cobrada por meio de execução judicial. Nunca é demais lembrar que esses *covenants* devem representar obrigações lícitas e possíveis, sob pena de serem inválidas. Sua invalidade, entretanto, por ser obrigação acessória, não atinge a obrigação principal.

Pode-se introduzir ou aprimorar o instituto do *covenant* com obrigações de fazer ou de não fazer que tenham por objeto monitorar o fluxo de caixa do projeto ou empresa apoiados, com ênfase nos sistemas de boa administração que geram credibilidade para o devedor. É um instituto calcado na credibilidade do devedor. Essa adoção também facilita a securitização da dívida, permitindo a sua reciclagem no mercado financeiro, por exemplo, pelo uso de notas promissórias ou de debêntures. Os *covenants* também representam uma segurança para a utilização de recebíveis como garantia, através do uso de um agente fiduciário para recolher os créditos do devedor contra seus clientes e usá-los para pagamento dos credores da colaboração financeira.

No direito anglo-saxão existe a figura do *step-in rights*, inexistente no direito romano-germânico, que consiste no direito de acesso às garantias. Essa figura jurídica é representada pela exigência dos credores de um envolvimento de garantia direta nas instalações do projeto, representado pelo privilégio de primeira hipoteca sob todas as instalações, dando-lhes a capacidade de tomar posse dos ativos e vendê-los se o projeto inadimplir com suas obrigações de dívida. Alternativamente, eles podem contratar alguém para operá-los em seu nome.

É lógico que os credores daqueles países preferem que o projeto sirva o serviço da dívida de forma tempestiva, pois consideram que o critério básico pelo qual estão dispostos a prover recursos para o projeto é a adequação de

seu fluxo de caixa. No entanto, a possibilidade de assumir a administração do empreendimento dá equilíbrio à relação contratual. Para tanto, celebram um contrato multilateral, que concede aos credores o privilégio de primeira hipoteca sobre os ativos do projeto, contendo dispositivos restringindo as atividades do projeto. Essas limitações referem-se a investimentos permitidos, financiamento da dívida, atribuição de dividendos a investidores de capital, gravames adicionais ou contratação de novas obrigações, expansão da capacidade do projeto e operações de vendas com arrendamento de ativos do projeto.

No nosso direito, o acesso à garantia é realizado de forma indireta, pois visa facilitar a obtenção de ativos para penhora. A figura do *step-in rights* representa o predomínio de uma visão econômica dos ativos (os ativos valem o que geram de fluxo de renda), prevalecente em economias desenvolvidas, sobre uma visão patrimonialista (os ativos são reserva de valor), preponderante em países em desenvolvimento.

Ressalte-se que algumas soluções importadas podem ser incluídas no cardápio de soluções nacionais após sofrerem um adequado processo de tropicalização, o que compreende sua adaptação à estrutura legal e operacional da economia nativa. No entanto, algumas dessas soluções são inviáveis no atual contexto nacional, por exigirem mudanças radicais na cultura jurídica do país. Por exemplo, a utilização de *covenants* prevendo acesso direto do credor às garantias, à semelhança do *step-in rights*, não encontra respaldo no arcabouço legal do país nem na visão do Poder Judiciário, o que tende a inviabilizar operações de maior risco ou mesmo ocasionar prejuízos às instituições financeiras mais agressivas.

Efetividade das Garantias

Nos casos de recuperações judiciais, seja em concordatas, seja em caso de falência, as chances de recuperação integral do crédito concedido com garantia hipotecária ou pignoratícia são remotas, uma vez que o quadro de classificação dos créditos a serem pagos, depois de todo o longo processo de sindicância, exige antes o pagamento de créditos trabalhistas e fiscais, de despesas feitas por terceiro para a conservação dos bens e de encargos da massa.

As garantias são ótimas quando tudo corre bem com os negócios do devedor. Entretanto, em caso de necessidade de execução, os problemas envolvendo a renegociação e a recuperação de crédito tendem a depreciar enormemente

o retorno dos encargos e, muitas vezes, até mesmo do principal emprestado. Nesses casos, a alienação fiduciária, que em princípio está atrelada a um bem que não será atingido pela falência ou concordata por ser estranho à massa falida, revela-se um bom mecanismo de recuperação.

A fragilidade das garantias reais no processo de recuperação decorre, em parte, da aplicação de alguns dispositivos da Lei de Falências, que data de 1945 e espelha o contexto social da época. Ela estava imbuída do ideal de promover a recuperação das empresas, mas acabou por proteger excessivamente os devedores em detrimento dos credores, quando, por exemplo, subverteu a hierarquia dos direitos sobre a massa falida, retirando a prioridade que deveria existir para o pagamento de dívidas com garantias. A modificação de alguns de seus dispositivos anacrônicos, em curso no Legislativo, talvez resulte em um reequilíbrio na relação devedor/credor.

Essas características negativas das garantias são agravadas pela morosidade do rito processual em sua execução, que aumenta enormemente as perdas decorrentes da inadimplência, pois um nível de recuperação de 50% do valor do crédito concedido ao final de 10 anos terá um valor presente bem menor do que o mesmo percentual recuperado em dois anos. Considerando um custo de oportunidade de 12% ao ano numa economia sem inflação, um nível nominal de recuperação de 50% do valor do crédito decresce em termos reais para cerca de 40% do valor original em dois anos e para 16% em 10 anos.

Em síntese, a sistemática de garantias tradicionais, embora estas sejam de fundamental importância na negociação extrajudicial, não atende à função de recuperação de crédito nas operações de colaboração financeira. Em alguns casos, as garantias hipotecárias, pignoratícias ou representadas por alienação fiduciária são inadequadas para lastrear financiamentos de certos tipos de projetos, como, por exemplo, para alguns projetos de infra-estrutura em que elas se mostram impossíveis de ser implementadas ou, quando possíveis, se revelam ineficazes como proteção contratual.

5. Conclusões

A concessão de crédito no mercado financeiro nacional não constitui uma tarefa fácil, pois alguns segmentos da sociedade brasileira têm uma visão equivocada da atividade de intermediação bancária e de seu papel na economia, o que acarreta uma proteção indevida ou exagerada ao devedor. Tal situação acaba, em última análise, encarecendo o custo do crédito e

tornando escassa a sua oferta, pois o dinheiro, como qualquer outra mercadoria, obedece à lei de oferta e demanda e às regras de mercado.

Essa visão distorcida está presente no respaldo encontrado por alguns devedores na esfera judicial com relação a alguns pontos que seriam indiscutíveis em qualquer economia desenvolvida: êxito em processos judiciais contra o anatocismo no sistema financeiro nacional; utilização do expediente de não pagar o principal com base em alegados problemas relativos aos juros; e uso do Código de Defesa do Consumidor e da Lei do Sigilo Bancário para evitar a negativação de devedores inadimplentes, com a alegação de um presumido constrangimento ilegal ou invasão de privacidade.

Ao questionar esses e outros pontos, os devedores, de boa ou má-fé, aumentam o grau de instabilidade macroeconômica, pois tornam as relações econômicas mais imprevisíveis e aumentam o grau de incerteza do retorno do crédito concedido, justificando o dito corrente no mercado financeiro nacional de que “o credor é refém do devedor”. Essa circunstância é agravada pela possibilidade de quebra das regras de risco pactuadas, promovidas por devedores de má-fé com o objetivo de obter vantagens indevidas. Por operarem nesse ambiente institucional de alto risco, os intermediários financeiros reagem através da cobrança de elevadas taxas de risco, da manutenção de prazos reduzidos em suas operações de crédito e da diminuição da atividade de concessão de crédito, levando-os a não cumprir a contento sua função de fornecer crédito acessível para o desenvolvimento dos negócios.

A avaliação da utilidade dos *covenants* e das garantias reais e pessoais como proteção contratual efetiva nas operações de crédito de longo prazo demonstrou que a exigência de *covenants* tem uma natureza substancialmente diferente da mobilização dessas garantias, na medida em que os primeiros constituem cláusulas contratuais impositivas ou restritivas que têm a finalidade de reduzir ou mitigar os efeitos de determinados eventos que implicam um aumento do risco da empresa, como, por exemplo, do nível de endividamento, tendo o objetivo de reduzir um risco previamente estimado. Por outro lado, ficou claro que a mobilização de garantias reais e pessoais destina-se a cobrir os efeitos da incerteza, ou seja, serve para atenuar os efeitos decorrentes da emergência de eventos incertos cujas consequências não são estimáveis.

No cenário nacional é baixa a proteção contratual em financiamentos de longo prazo, pois de forma geral *os covenants não são efetivos*, deixando de cumprir sua função mitigadora dos riscos originalmente diagnosticados, e *as garantias recebidas não constituem instrumentos eficazes para recupe-*

rar créditos em curso problemático. No primeiro caso, os motivos para a falta de efetividade dos *covenants* são vários: estão baseados em indicadores de endividamento, traduzindo uma postura passiva na exigência de compromissos do devedor; muitas vezes são mal formulados, impedindo o seu acompanhamento; e, mesmo representando um compromisso lícito e possível, podem ser questionados na esfera judicial. No caso das garantias, existe um ambiente processual de proteção excessiva ao devedor, o que faz com que a liquidação financeira das garantias recebidas resulte num baixo nível de recuperação, o que é resultado tanto das características legais dos instrumentos utilizados quanto da morosidade do aparato jurídico em resolver conflitos.

No entanto, se houver profundas mudanças culturais concedendo isonomia ao credor, será possível que a concessão de crédito no mercado nacional seja facilitada no futuro. Essas mudanças podem ser auxiliadas por eventos em curso: a crescente disseminação e o aperfeiçoamento das técnicas para a escolha, o dimensionamento, a exigência e o acompanhamento de indicadores a serem utilizados como *covenants*, o que poderá conceder-lhes maior efetividade; e a implementação do conjunto de alterações normativas em curso, no âmbito legal e institucional, com a adoção de providências que têm o objetivo de aumentar a capacidade das garantias recebidas para proporcionar um nível de recuperação significativa dos créditos inadimplentes.

Ao se instaurar um clima de maior proteção contratual ao crédito, abre-se espaço para a redução das taxas de risco e para a ampliação do mercado, o que deve resultar na emergência de mercados financeiros mais eficientes. Portanto, a diminuição do risco legal vinculado à proteção contratual tem um papel indutor na canalização da poupança financeira direcionada a projetos de investimentos, sendo decisiva para a promoção do desenvolvimento econômico.

6. Glossário Temático

Risco

- **Tipos: De Crédito, de Mercado, Operacional, Legal, de Liquidez e de Imagem ou Reputação**
- **Objetivos, Finalidades e Metas do Gerenciamento de Risco**
- **Bases Financeiras de Apoio a Projetos**

A busca por uma taxonomia de riscos pode resultar em várias formas de segregá-los, todas objetivando atender à necessidade de sistematizar as suas

diferentes visões didáticas. Atualmente, prevalece o enfoque de que o gerenciamento de riscos necessita da utilização de um conceito multidimensional dos mesmos, permitindo uma abordagem de forma holística.

Para as instituições financeiras são reconhecidos tradicionalmente seis tipos de risco: de crédito, de mercado, operacional, legal, de liquidez e de imagem ou reputação:

- O *risco de crédito* está diretamente relacionado à possibilidade de não pagamento do principal e/ou dos juros na época aprazada (*risco de default*), estando vinculado à evolução de uma operação de crédito observada de forma individualizada. Esse tipo de risco abrange outras possibilidades, tais como a determinação legal do Judiciário para implementar uma reestruturação financeira (concordata) ou a concessão de pedido de falência.
- O *risco de mercado* está vinculado à administração de uma carteira de ativos, dependendo do comportamento de quatro mercados: de ações, de câmbio, de juros e de *commodities*. Esse risco pode ser mais bem administrado quando é caracterizado como não-sistemático, pois medidas que resultem em diversificação podem mitigá-lo ou anulá-lo, o que não ocorre quando o risco é sistemático, afetando o mercado como um todo.
- O *risco operacional* está atrelado a eventos endógenos à instituição financeira, referindo-se às pessoas que trabalham na empresa, à sua organização, à forma de realizar as operações e aos recursos materiais que utilizam para operar, e ocorre quando se apuram erros e fraudes ou se diagnosticam falhas em equipamentos.
- O *risco legal* está associado à efetividade dos instrumentos contratuais em assegurar o cumprimento dos direitos e obrigações envolvidos em uma operação de crédito. Nos Estados Unidos esse tipo de risco está associado ao surgimento de novos instrumentos financeiros, pois o direito consuetudinário vigente naquele país acarreta a necessidade de um prazo para cristalizar os procedimentos judiciais visando dirimir conflitos.
- O *risco de liquidez* está presente em operações envolvendo a mobilização da capacidade financeira de contrapartes e garantidores dentro de um determinado período de tempo disponível para a tempestiva liquidação das obrigações assumidas. Esse tipo de risco surge, por exemplo, quando a liquidação de determinadas operações depende da presteza e da capacidade financeira de câmaras de liquidação e custódia em fecharem

posições e honrarem perdas. Portanto, o risco de liquidez de uma instituição financeira está associado, em geral, ao risco operacional dessas câmaras.

- O *risco de imagem ou reputação* envolve a possibilidade de ocorrência de evento, geralmente determinado por outro tipo de risco, que possa causar danos a uma determinada instituição financeira ao desacreditar sua imagem, de forma devida ou indevida, vinculando-a ao indesejado conceito de alto risco moral.

As instituições financeiras gerenciam o processo de assunção de riscos a partir da premissa básica de que eles são opção, devendo, portanto ser instrumentalizada a partir da definição de seus objetivos, finalidades e metas.

Os objetivos das instituições financeiras são alocar o capital de forma eficiente, proteger o patrimônio e criar valor para os acionistas. As suas finalidades são conhecer seus clientes, mercados e produtos, avaliar os riscos que estão associados a cada um deles e assumir os considerados aceitáveis, com base em sua propensão específica a assumir riscos. Essa propensão é específica para cada instituição e delimita as metas estabelecidas, que incluem mensurar adequadamente as perdas esperadas, manter a solvência (ou seja, cumprir as exigências de capital regulatório), otimizar a relação retorno/risco e formar carteiras ótimas.

As instituições financeiras que apóiam projetos de investimentos de longo prazo devem estabelecer, no processo de gerenciamento de risco, uma definição das bases financeiras para o apoio a esses projetos que contemple alguns pré-requisitos, tanto com relação ao projeto quanto à empresa patrocinadora, a saber:

- projetos economicamente viáveis devem gerar uma taxa mínima de retorno que deve refletir o risco do projeto, sendo que o valor do projeto deve equivaler ao valor presente dos fluxos de caixa gerados no futuro;
- o valor da empresa deve poder ser medido pela média ponderada dos valores relativos aos projetos individuais, levando em conta a subtração do impacto negativo dos projetos ruins, todos afetando o risco e o custo de novos financiamentos; e
- bons projetos estruturados e apartados do ponto de vista do risco que não sejam objeto de pleito de financiamento devem ser desconsiderados na

avaliação do risco da empresa. Porém, caso sejam objeto de solicitação de crédito, deverão ter um custo financeiro estabelecido de forma específica. A segregação efetiva entre os riscos do projeto e dos patrocinadores deve ser analisada com cuidado, devendo ser buscada proteção contratual através da utilização de instrumentos e mecanismos específicos.

Processo de Crédito

- **Análise dos Macrofatores: Os Seis “C” de Crédito**
- **Fases do Processo de Crédito**
- **Avaliação e Classificação de Risco**

Segundo Silva (1988), a técnica de avaliação dos macrofatores, também chamada “análise dos seis c”, recomenda que os fatores de risco – agregados nos itens *caráter, condições, capacidade, capital, conglomerado e colateral* – devam ser examinados em uma sequência lógica de três fases: análise do risco moral; avaliação dos riscos envolvidos na obtenção de um fluxo de caixa estável e recorrente; e avaliação dos riscos associados a uma possível realização de garantias reais e pessoais, nos casos de inadimplência, conforme detalhado a seguir:

- Na primeira fase é realizada a análise do *caráter* do devedor através de levantamento cadastral sobre o passado do postulante no mercado de crédito, devendo ser levantadas todas as evidências que possam dar suporte a uma conclusão sobre o risco moral do devedor, representado pela possibilidade de ocorrência de inadimplência em função do seu caráter.
- Na segunda fase são quantificados os riscos envolvidos na geração de caixa, representados pela análise de quatro macrofatores: *condições* (análise do contexto operacional da empresa postulante, incluindo uma avaliação de sua posição nos segmentos de mercados dos quais participa e de seu nível de competitividade); *capacidade* (avaliação da qualidade dos recursos humanos empregados e de sua estrutura organizacional, com ênfase na robustez de seus controles internos e na condução do processo sucessório, ponto importante no caso das empresas brasileiras, majoritariamente de controle familiar); *capital* (capacidade de geração interna e de mobilização externa dos recursos financeiros necessários para a adequada gestão da empresa); e *conglomerado* (análise da empresa postulante subordinada a uma visão do grupo empresarial, na medida em que

o risco do grupo sobrepõe-se ao da empresa). O resultado da análise é constituído por um conjunto de demonstrações financeiras prospectivas, com destaque para a demonstração de fluxo de caixa, no qual deve estar resumida, de forma quantitativa, a capacidade de geração de caixa da empresa dentro do conceito de resultados recorrentes.

- Na terceira fase é realizada a análise do *colateral*, representada pela avaliação das garantias reais e pessoais em termos de sua adequação em volume e liquidez, buscando-se proteção para a incerteza decorrente de eventos incertos para os quais não se pode mensurar a probabilidade de ocorrência.

Na segunda fase deve ser elaborado, adicionalmente, o chamado *teste de estresse*, através da definição das variáveis críticas e de sua sensibilização em diferentes cenários, buscando identificar os limites e a extensão dos riscos envolvidos. Por exemplo, pode ser verificado qual será o impacto no fluxo de caixa estimado caso o volume de vendas fique num patamar 20% inferior ao inicialmente previsto, de modo a verificar o efeito da volatilidade das vendas nos negócios da empresa.

A avaliação de risco pode ser realizada com o uso de um sistema de *classificação de risco*, que busca atribuir níveis de risco para o desempenho financeiro das empresas, os quais são representados por letras e números dentro de uma escala diferenciadora. Esse sistema constitui uma abordagem moderna para a avaliação de risco, pois as metodologias utilizadas devem permitir associar, de forma probabilística, através da homogeneização dos conceitos de riscos e após a obtenção de dados relativos a um volume razoável de transações, a ocorrência de níveis de inadimplência e, eventualmente, de perdas esperadas, por nível de risco.

Risco do Negócio e Risco Financeiro

- **Vinculação Ativos x Renda**
- **Partição do Resultado das Operações**
- **Risco do Negócio: Resultados Recorrentes como Base de Avaliação**
- **Risco Financeiro Determinado pelo Risco do Negócio**

De acordo com a Standard & Poors (2000), as finalidades da segregação dos riscos entre risco do negócio e risco financeiro são permitir que a instituição financeira possa estimar a capacidade de endividamento de uma empresa

postulante de crédito e o risco de crédito por ela representado para cada unidade adicional de crédito concedido.

O significado conceitual dessa segregação parte do princípio contábil da partida dobrada, ao propor a divisão da estrutura de ativos e de capitais da empresa por unidades de negócio, de forma a poder vincular os resultados econômicos gerados a essas unidades e, em decorrência, individualizar o caixa gerado de forma recorrente por tais unidades, desconsiderando os resultados extraordinários ou ocasionais. Essa divisão é realizada a partir dos grupos de contas contábeis com as seguintes simplificações:

- para obter uma nova estrutura de ativos: os elementos ativos e passivos do capital de giro operacional são considerados pelo seu valor líquido, denominado *Capital de Giro*, enquanto que os valores constantes do Imobilizado e do Diferido são agrupados num total, denominado *Ativo Fixo*;
- para obter uma nova estrutura de capitais: a parcela de curto prazo dos financiamentos é adicionada à de longo prazo e a outros financiamentos que integravam originalmente o capital de giro, de modo a obter o total do endividamento financeiro, denominado *Recursos de Terceiros*; e os valores diferidos no grupo de resultados de exercícios futuros são agregados ao Patrimônio Líquido, constituindo uma antecipação no processo de apropriação da receita diferida, sendo o total obtido denominado *Recursos Próprios*; e
- para promover a segregação de unidades de negócios distintas: os investimentos em outros empreendimentos devem ser destacados do Ativo Permanente e analisados em separado; os financiamentos corporativos devem ser relacionados ao negócio principal, mas os financiamentos específicos para a aquisição de participações societárias devem estar vinculados aos ativos com os quais se relacionem; os recursos disponíveis podem ser considerados uma nova unidade de negócios em separado ou deduzidos do total do endividamento financeiro; e, por convenção, os negócios complementares, mesmo que desenvolvidos em pessoas jurídicas distintas, devem ser analisados em conjunto para evitar os problemas relacionados a preços de transferência.

O resultado desses ajustes será a obtenção de várias unidades de negócios, compostas por uma estrutura de ativos (Capital de Giro e Ativo Fixo) financiados por uma estrutura de capital (Recursos de Terceiros e Recursos

Próprios), com os seus correspondentes fluxos econômicos (receitas e custos/despesas) e financeiros (recebimentos e pagamentos).

A vinculação entre a renda gerada com os seus correspondentes ativos permite observar três aspectos interessantes do processo: *a)* a estrutura de ativos gera o resultado das operações, o qual deve ser partilhado entre os diversos fornecedores de capital; *b)* o governo, embora ausente em termos de capital nomeado, deve ser considerado como fornecedor de capital, na medida em que provê a indispensável estabilidade social para a obtenção dos resultados; e *c)* segue-se a seguinte ordem de partilha: atribui-se primeiramente a remuneração de juros aos fornecedores dos Recursos de Terceiros; em seguida prioriza-se o pagamento de imposto de renda ao governo; e, finalmente, atribui-se o saldo remanescente sob a forma de lucros aos detentores dos Recursos Próprios. Fica claro que *a estrutura de ativos gera renda*, enquanto *a estrutura de capitais apenas denomina e hierarquiza a ordem de prioridade em sua partição*, e essa é a grande inovação informacional da ciência contábil trazida com a introdução da partida dobrada no século 15.

O *risco do negócio* está vinculado à geração do resultado das operações, ou seja, ao resultado que precede a partição, e depende tanto do contexto operacional (situação de mercado, por exemplo) quanto da capacidade gerencial dos empreendedores, cuja qualidade de gestão determinará o nível de produtividade do empreendimento (incidência de custos de produção e distribuição, por exemplo). O risco do negócio está ligado tanto ao nível de geração de resultados econômicos (obtenção do lucro operacional) quanto ao nível de geração de recursos financeiros (lucro operacional acrescido de todas as despesas não-caixa, como a depreciação). O risco do negócio de uma empresa deve ser estabelecido com base no grau de estabilidade na geração de caixa, ou seja, quanto maior a estabilidade do fluxo de caixa esperado, menor será a sua volatilidade e o seu risco, e vice-versa.

O *risco financeiro* existirá apenas quando a empresa obtém crédito, pois na sua ausência remanescerá apenas o risco do negócio, o qual será partilhado entre o governo e os empreendedores, devendo ser determinado com base na volatilidade do negócio: quanto maior a estabilidade do fluxo de caixa esperado, maior poderá ser o nível de alavancagem financeira do projeto; e, nessa situação, o grau de envolvimento financeiro do provedor de crédito tenderá a ser maior e as taxas de risco a serem utilizadas na precificação da operação tenderão a ser menores.

Indicadores de Caixa

- **Ebit e Ebitda**
- **Utilização de Indicadores de Cobertura**
- **Indicadores de Cobertura: De Juros, de Despesas Financeiras e do Serviço da Dívida**

O lucro das operações pode ser definido contabilmente como sendo o lucro antes de juros e imposto de renda, ou Ebit, representando a expressão econômica do resultado a ser partilhado. Para obter a sua expressão em termos de geração de caixa, devem ser adicionadas as despesas não-caixa, como a depreciação e amortização do diferido, gerando o Ebitda, que representa a geração de caixa do empreendimento que deve ser partilhado entre os fornecedores de capital. Os analistas recomendam o ajuste desses indicadores pela exclusão do resultado de todas as transações atípicas, extraordinárias e não-recorrentes, sejam positivas ou negativas.

Segundo Finnerty (1999), os indicadores de cobertura mais comuns utilizados em *covenants* inseridos em contratos multilaterais de crédito para projetos estruturados (*project finance*) são os de cobertura de juros, de despesas financeiras e do serviço da dívida, que podem ser utilizados tanto para financiamento de projetos de investimentos (estruturados ou corporativos) quanto para projetos de reestruturação de passivos.

O *índice de cobertura de juros* tem como denominador o Ebit e como divisor os Juros Pagos, servindo para medir a capacidade de um projeto em cobrir os encargos dos juros através da parcela de lucros antes dos juros e do imposto de renda. Um indicador abaixo de 1,00 sinaliza que, num determinado ano, o projeto será incapaz de suportar o custo de carregamento do nível de empréstimos projetado a partir de seu lucro operacional. Os riscos associados à obtenção da receita e do fluxo de caixa oriundo de operações futuras recomendam que esse indicador seja incluído nos contratos, de forma conservadora, para um patamar igual ou superior a 1,25.

O *índice de cobertura de despesas financeiras* é semelhante ao anterior, porém adicionando 1/3 dos Aluguéis tanto no denominador quanto no divisor, na medida em que o mercado financeiro norte-americano considera que existe um componente de juros nos aluguéis de longo prazo, convencionando-se que 1/3 dos mesmos sejam considerados como despesa finan-

ceira (os contratos de aluguéis não são registrados nas demonstrações contábeis). Esse indicador é importante na avaliação de projetos em que os ativos decorrentes de aluguéis ou arrendamentos constituam parcela relevante dos investimentos, aplicando-se os mesmos parâmetros adotados para o indicador anterior.

O *índice de cobertura do serviço da dívida* considera, no denominador, a soma (Ebitda + Aluguéis) e, no divisor, a expressão $\{(\text{Juros} + \text{Aluguéis}) + (\text{Amortizações do Principal}/1 - \tau)\}$. Sua formulação leva em conta os seguintes procedimentos: *a)* os lucros antes de juros e imposto de renda devem ser adicionados à despesa não-caixa, representada pela Depreciação e Amortização, e disponibilizados para o pagamento do principal dos empréstimos; *b)* deve ser considerada a totalidade dos aluguéis (1/3 de juros e 2/3 do principal); e *c)* o principal dos empréstimos, ao contrário dos aluguéis (que são dedutíveis em sua integralidade), devem ser inseridos de forma a neutralizar o efeito fiscal, dividindo-o pela unidade menos a alíquota do imposto de renda. Esse indicador pressupõe que o somatório do lucro operacional e das Depreciações e Amortizações deva ser suficiente, ano a ano, para servir toda a dívida, incluindo o principal e os juros, e utiliza a convenção de que deve haver uma vinculação direta entre as Depreciações e Amortizações com o repagamento do principal. Normalmente, ele é incluído nos contratos de forma que nunca caia a um nível inferior ao coeficiente 1,10.

Parametrização do Desempenho

- **Perfil de Negócios e Perfil Financeiro**
- **Extrapolação de Desempenho com Base em Indicadores de Caixa**

A mitigação de risco no Brasil pode basear-se no estabelecimento de *covenants* obtidos a partir de avaliações de risco por extrapolção com o desempenho de amostras de empresas que foram objeto de classificação de risco, de forma a cotejar o desempenho de uma determinada empresa com o desempenho médio dessa amostra.

A metodologia utiliza o resultado de inferências obtidas com o uso de uma matriz de perfil de risco de negócio e risco financeiro, a exemplo do que é feito em mercados desenvolvidos.

TABELA 1

Matriz de Perfil de Negócios e Perfil Financeiro: Empresas de Energia Elétrica

		PERFIL DE NEGÓCIOS		
		Forte	Médio	Fraco
Perfil Financeiro	Forte	AAA	AA	A
	Médio	AA	A	BBB
	Fraco	A	BBB	BB

Fonte: *Standard & Poors (2000)*.

O processo de extrapolação, exemplificado a seguir, contempla a utilização de dados relativos às medianas de desempenho de empresas integrantes de cada segmento do mercado de energia elétrica, com base em um número significativo de empresas classificadas pública e confidencialmente pela Standard & Poors.

Essa metodologia procura extrapolar o nível de risco por semelhança, a partir de alguns indicadores, com base nos quais se pode ter uma idéia de qual seria o *rating* de uma determinada empresa não classificada formalmente. Na Tabela 2 foram utilizados três indicadores, sendo dois de cobertura e um de alavancagem, este último representado pelo indicador *debt/equity* (relação estrutural entre o capital de terceiros e o capital próprio).

As medianas dos indicadores acima foram extraídas de uma amostra significativa de empresas de energia elétrica, objeto de classificação de risco pela Standard & Poors, tendo sido segregadas entre as referentes às empresas

TABELA 2

Medianas dos Indicadores Financeiros por Tipo de Empresa: Empresas de Energia Elétrica

	INDICADORES					
	Cobertura de Juros ^a		Cobertura da Dívida ^b		Debt/Equity ^c	
	A	BBB	A	BBB	A	BBB
Transmissão/Distribuição	3,25	2,00	15	10	55	65
Geração	6,75	4,25	42	27	35	45
Cias. Integradas	4,25	2,75	27	18	45	56

Fonte: *Standard & Poors (2000)*.

^aFundos provenientes da operação (*Ebitda*) sobre os juros pagos = coeficiente.

^bFundos provenientes da operação sobre o total da dívida = em%.

^cTotal da dívida sobre o total do capital próprio = em %.

integradas, às empresas somente de geração e às empresas de transmissão e distribuição. A seleção abrangeu empresas que se encontravam nos níveis A e BBB, nas quais existe uma razoável concentração de empresas, o que amplia o volume de informações e concede um poder explicativo maior aos resultados obtidos.

Precificação

- **Inadimplência, Recuperação e Perdas**
- **Inadimplência Financeira e Não-Financeira**
- **Perdas Esperadas e Perdas Não-Esperadas**
- **Severidade das Perdas como Decorrente do Nível de Recuperações**
- **Recuperações e Senioridade das Garantias**

A inadimplência é característica da situação de um devedor que ingressou em curso problemático, representado por diversos eventos, alguns vinculados a crises de liquidez e outros, mais raros, em função de uma situação de insolvência, na qual os passivos reais superam os ativos reais. No entanto, o curso problemático está geralmente associado à inadimplência financeira, representada pelo não pagamento do crédito na data aprazada, pelo deferimento formal de um processo de reestruturação financeira (concordata) ou pelo atendimento judicial a uma solicitação de falência do devedor. Outras características de uma situação de crédito problemático podem ser a prévia constatação da reduzida capacidade financeira da empresa em cumprir suas obrigações financeiras, ou o descumprimento de uma condição contratual vinculada, por exemplo, à manutenção de um determinado nível de capitalização, caracterizando, nesse caso, a inadimplência não-financeira.

A ocorrência da *inadimplência branca* é outra situação não muito rara no mercado financeiro, que ocorre quando o credor renegocia o crédito anteriormente deferido ou se concede um outro crédito para o devedor que não reúne condições financeiras para liquidar sua obrigação, estando o novo crédito vinculado à liquidação parcial do crédito concedido anteriormente. No entanto, a inadimplência financeira é muito mais visível com relação à não-financeira, constituindo, muitas vezes, a única base para o provisionamento para perdas por conta de créditos de liquidação duvidosa.

O foco para uma adequada análise do risco legal envolvido em operações de crédito está na análise da perda esperada, devendo, portanto, ser analisado o nível de recuperação, que depende de dois fatores: *prioridade no acesso*

às garantias (ou seja, senioridade das garantias) do setor no qual atua o devedor inadimplente, que determina o valor e o grau de liquidez das garantias recebidas em função de uma liquidação, forçada ou não; e *celeridade do processo judicial*, que permite a oportuna realização financeira dos ativos e uma liquidação de forma não aviltada dos ativos recebidos em garantia.

As perdas dividem-se entre as esperadas e as não esperadas, recebendo tratamento diferenciado: enquanto as perdas esperadas são consideradas no âmbito do processo de precificação, as perdas não esperadas demandam a existência de um volume de capital próprio mínimo.

A perda esperada é a perda média de longo prazo por nível de risco que pode ser refletida na precificação e está vinculada a um conceito de *perda potencial máxima*, ou perda máxima dentro de um dado nível de confiança (digamos 95%). Ela é obtida pela multiplicação da probabilidade de inadimplência pela severidade da inadimplência, sendo tal severidade função da percentagem do empréstimo que foi perdida, representada por $(1 - \text{taxa de recuperação})$. Por exemplo, supondo uma probabilidade de inadimplência de 30% e uma severidade de perdas de 60% (representando uma taxa de recuperação de 40%), a perda esperada será de 18%.

A perda não esperada não é refletida na precificação, mas exige que seja separado um capital para absorver o choque, de modo que a organização não fique debilitada por sua ocorrência, e pode estar associada a várias situações: no contexto de perdas em um processo de inadimplência coletiva, pode ser creditada ao excesso de concentração na carteira (concentração setorial) ou à inadimplência de um único e grande devedor (concentração individual), ou mesmo ao fato de a perda esperada ter sido calculada de maneira incorreta, em decorrência de falha metodológica ou inexperiência do analista (risco operacional).

O negócio a que se dedica uma empresa ditará os tipos de ativos que ela detém e as condições competitivas sob as quais opera. Em igualdade de condições, quanto mais tangíveis e líquidos os ativos, maior o seu valor de liquidação e, portanto, maior o preço esperado dos ativos recebidos da empresa que se encontra em uma situação de dificuldade. Por exemplo, graças à sua estrutura de ativos, composta em grande parte por ativos tangíveis, as empresas de química e petroquímica podem apresentar uma taxa de recuperação melhor do que as da “nova economia”, possuidoras de poucos ativos tangíveis e que operam em setores altamente competitivos.

Segundo Altman, Caouette e Narayanan (2000), para títulos de alto rendimento negociados no mercado financeiro norte-americano, a recuperação média observada no período 1978/96 foi de 40%, e o acompanhamento do nível de recuperação demonstra que o nível de risco original não desempenha um papel relevante para se obter um grau mais elevado de recuperação: o reembolso dos créditos de alta prioridade ou senioridade não apresenta um volume substancialmente maior de recuperações com relação aos de menor prioridade (*senior secured* = 58%, *senior unsecured* = 48%, *senior subordinated* = 35% e *junior subordinated* = 32%). Observa-se que, de forma paradoxal, as perdas independem do nível de risco original, estando muito mais associadas à natureza e à qualidade das garantias recebidas.

Juros e *Spread* Bancário no Brasil

- **Evolução da Inadimplência**
- **Composição do *Spread* Bancário**
- **Causas dos Elevados *Spreads***
- **Medidas Legais para Aumentar a Oferta de Crédito e Diminuir o *Spread* Bancário**

Um estudo do Banco Central do Brasil (1999) promoveu uma análise da evolução da estrutura das taxas de juros no Brasil, buscando entender a lógica do processo de precificação dos empréstimos concedidos a pessoas físicas e jurídicas.

Foi selecionado o período janeiro de 1995/julho de 1999 para acompanhar a evolução da inadimplência, durante o qual podem ser verificados três períodos distintos: *a)* o primeiro, entre janeiro de 1995 e julho de 1996, com as taxas de inadimplência oscilando entre 3% e 1% dos saldos dos empréstimos por mês; *b)* o segundo, compreendido entre julho de 1996 e janeiro de 1999, em que onde essa média variou no intervalo de 1% e 0,5%; e *c)* o terceiro com as taxas oscilando de forma crescente acima do patamar de 1%. Esses períodos indicam claramente o ajuste decorrente do Plano Real, seguido por um largo espaço de dois anos e meio de estabilidade na inadimplência, a qual é novamente impulsionada para cima por conta dos efeitos da crise cambial ocorrida no início de 1999.

A análise da precificação foi realizada com base em um período menor de tempo, considerando as médias trimestrais de maio e julho de 1999, excetuadas as operações de empréstimo vinculadas a repasses de recursos

oficiais e externos e as operações direcionadas a crédito imobiliário e rural. A base de informações considerou as operações ativas de 17 instituições financeiras privadas responsáveis por cerca de 2/3 dos créditos concedidos pelo segmento privado.

Foram observados os seguintes aspectos: *a*) o custo ao tomador era, em média, de 83% ao ano, o que excluía a taxa de captação de 21% ao ano com base na remuneração dos certificados de depósitos bancários (CDBs) e indicava um *spread* de 62% ao ano (no entanto, essa média de *spread* oscilava entre 45% para pessoas jurídicas e 98% para pessoas físicas); *b*) o *spread* médio foi segregado entre seus diversos componentes, obtendo-se uma composição percentual de 35% para a cobertura de inadimplência (item mais pesado na composição do *spread*), 22% para as despesas administrativas, 14% para os impostos indiretos, restando 29% de lucros e impostos sobre lucros; e *c*) a base de reconhecimento da inadimplência considerada no estudo mencionado foi o registro na conta de provisões para créditos de liquidação duvidosa, líquido de rendas a apropriar (juros moratórios e multas), não sendo consideradas, portanto, as recuperações.

Presume-se que as recuperações estejam refletidas no processo de precificação para cada tipo de mutuário/operação. Em valores brutos ao ano, a cobertura para a inadimplência oscila entre 1,09% para pessoas jurídicas e 1,42% para pessoas físicas. Por modalidade, verificou-se que as taxas preferenciais referiam-se a operações de *vendedor* e de aquisição de bens, caracterizadas pela existência de garantias reais, o que permitiu a redução dos prêmios de risco.

Segundo o estudo, os elevados *spreads* eram explicados em grande parte pela inadimplência e pelo reduzido nível de alavancagem dos empréstimos, que limitava tanto a diluição dos custos administrativos quanto os custos de capital, concluindo que as medidas que poderiam induzir uma baixa de juros para o tomador final deviam ser implementadas num ambiente macroeconômico favorável e previsível e salientando que a situação de baixa oferta decorria, ainda, da falta de uma cultura de crédito, da baixa qualidade de informações quanto aos postulantes de créditos, da ausência de instrumentos de crédito adequados e do custo e demora na cobrança judicial de devedores inadimplentes.

Na conclusão, o estudo relacionava 11 medidas legais que o Banco Central e o governo pretendiam propor para reduzir o *spread* bancário e aumentar a oferta de crédito, dentre as quais se destacam: *a*) modificar a lei de falências, de modo a conceder efetiva prioridade aos créditos com garantia

real, visando maior proteção dos credores no recebimento de empréstimos junto a empresas insolventes; *b*) aplicar, de forma efetiva, o juízo arbitral, permitindo que haja a aceitação judicial de decisões tomadas segundo esse tipo de juízo, conforme previsto na Lei de Arbitragem (Lei 9.307/96); e *c*) criar a cédula de crédito bancária, um instrumento de crédito de operacionalidade mais simples e bem mais eficaz na tramitação judicial de recuperação de crédito, cuja regulamentação foi adotada por meio da Medida Provisória 2.065.

As demais medidas legais propostas pelo Banco Central tinham efeitos em outras áreas, como: *a) tributária*: reduzir o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e uniformizar os procedimentos relativos ao tratamento fiscal das provisões para créditos de liquidação duvidosa, afetando a sua dedução para efeito de Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro; *b) operacional*: aperfeiçoar o sistema de pagamentos, incentivar e proteger os contratos eletrônicos de crédito e aumentar as informações dos cadastros dos inadimplentes; e *c) político-institucional*: separar a discussão judicial sobre juros e principal, evitando que devedores de má-fé deixem de pagar o principal alegando problemas com os juros, reafirmar e esclarecer a legalidade da prática do anatocismo (juros sobre juros) no SFN e proteger as centrais de risco, definindo que a negativação em cadastros não constitui constrangimento ilegal nem invasão de privacidade, como supõem alguns com base no Código de Defesa do Consumidor e na Lei do Sigilo Bancário.

O estudo do Banco Central demonstrou o peso da inadimplência na formação dos juros para o tomador final e a importância de aumentar a proteção legal, diminuindo o risco legal vinculado à realização das garantias recebidas para o ressarcimento dos créditos inadimplentes.

Covenants

- **Limitação ao Endividamento**
- **Limitação ou Impedimento de Contratar Novas Obrigações**
- **Compromisso de Manutenção de Capital de Giro Mínimo**
- **Características de *Covenants* Efetivos**
- **Obrigações Adicionais**

Borges (1999) analisou a utilidade dos *covenants* como instrumento de garantia em *project finance*, cuja aplicabilidade estende-se às operações de

crédito a empresas, sendo que essas obrigações prendem-se, basicamente, a três modalidades mais comuns de preocupações: limitação do grau de endividamento da empresa; limitação ou impedimento a contrair novas obrigações; e manutenção de um capital de giro mínimo. Entretanto, essas obrigações vêm sempre acompanhadas de obrigações adicionais que objetivam reforçar essas três e que, de algum modo, refletem o programa econômico-financeiro da devedora:

- *Limitação ao Endividamento* – Os *covenants* que tratam de limitações ao grau de endividamento da devedora são sempre impedimentos ou restrições negociais, acrescidos de um índice de endividamento previamente estabelecido. Para isso é absolutamente necessário que o contrato contenha uma clara definição do que é considerado endividamento, sem o que a cláusula tornar-se-á inócua por não ter como ser exigida. Pela mesma razão jurídica, é inconcebível que essas limitações cerceiem as obrigações preexistentes e as necessárias à gestão ordinária da devedora, o que poria em risco o funcionamento regular da empresa. Portanto, em caso de dúvidas é conveniente listá-las no corpo do contrato. Note-se que, embora previstas de forma genérica nos padrões dos contratos de instituições financeiras nacionais, essas obrigações ganham sofisticação e detalhamento nas operações internacionais.
- *Limitação ou Impedimento a Contrair Novas Obrigações* – O objetivo desses *covenants* é impedir a subordinação futura do direito do credor e o impedimento a novos créditos com garantia real ou privilégios, exceтуando-se obrigações inerentes ao financiamento regular da empresa. Essas obrigações já são normalmente previstas nos padrões contratuais das instituições financeiras.
- *Manutenção de Capital de Giro Mínimo* – Essa exigência deve ser acompanhada de um índice de liquidez corrente, que deve ser mantido para proteger o credor contra uma significativa expansão de responsabilidades em curto prazo ou contra uma possível diminuição do nível de atividades da empresa.

Para serem efetivos, os *covenants* devem constituir uma obrigação clara sobre o que deve ser feito ou o que está impedido de ser feito pelo devedor. Por exemplo, para que um *covenant* exigindo a manutenção de um nível de capitalização possa ser efetivo, ele deve: a) ser vinculado a um indicador contábil, constituído pelo valor do Patrimônio Líquido no denominador e pelo valor do Endividamento Financeiro Líquido no divisor; b) ter destacadas as rubricas contábeis associadas a cada item, com explicitação de

todas as inclusões e exclusões que poderão ser consideradas no presente e no futuro; *c*) estar associado a datas específicas para verificação do seu cumprimento; *d*) estar baseado na apresentação obrigatória de demonstrações contábeis, certificadas por auditor externo com efetiva independência, de preferência contratado pelo credor especificamente para a realização daquele trabalho; e *e*) prever, no caso de descumprimento da obrigação, uma ou mais alternativas para a manutenção do nível de capitalização desejado, como, por exemplo, obrigação de aporte de novos recursos pelos acionistas.

Note-se que o fato de uma determinada condição contratual ter que ser expressa não significa que não possa ser genérica, desde que os termos tenham definição legal ou contábil reconhecida em nosso direito. Um erro muito comum em contratos brasileiros é a utilização de conceitos contábeis norte-americanos ou europeus, como, por exemplo, o Ebitda. Uma vez que se trata de expressão comum no meio financeiro, os credores esquecem-se de que os juízes das varas cíveis não estão familiarizados com os termos, por não conhecê-los, e não reconhecem a obrigação, exigindo dos advogados exercícios de interpretação, com todas as suas consequências imprevisíveis.

Garantias Reais

• Hipoteca, Penhor e Alienação Fiduciária

A hipoteca é o direito real de garantia que dá ao credor o privilégio na execução de um bem imóvel e de seus acréscimos. Hoje, no direito civil brasileiro, imóvel é basicamente o terreno. As construções e os bens móveis que lhe são colocados em cima são considerados acessórios e podem incorporar-se ao imóvel. A hipoteca é um contrato formal, que exige a forma de escritura pública (lavrada no livro próprio do cartório de ofício de notas) e o registro no cartório de registro de imóveis da comarca em que se localizar o bem, para sua constituição. Esses são procedimentos onerosos, justificados pelas altas somas envolvidas. Também por isso, caso haja valor residual a hipoteca poderá ser dada em diversos graus, respeitados primeiro os direitos dos mais antigos, por ordem de registro da constituição dos graus de hipoteca.

As grandes vantagens da hipoteca são a valorização natural e o fato de permitir a execução “porteira fechada”, ou seja, de todo um conjunto representado pelo imóvel da unidade produtiva, suas construções e todos os

equipamentos e bens necessários ao seu funcionamento. Entretanto, para evitar que sejam retirados, esses acrescidos devem ser averbados na matrícula do imóvel, no livro 2 do registro geral de imóveis competente. Cada imóvel pertencente a um proprietário privado possui uma matrícula com a sua descrição e características, seguidas pelas transferências, acessões ou ônus que venham a aparecer com o passar do tempo.

A maior desvantagem desse tipo de garantia é a perda de preferência que sofre para credores trabalhistas e fiscais, que têm direito de receber antes dos credores hipotecários. Outra desvantagem é a precária situação dos registros fundiários em nosso país, o que onera e às vezes inviabiliza a hipoteca. Um acompanhamento deficiente também pode ter um efeito terrível para a recuperação de crédito em caso de execução, quer pela substituição dos bens móveis de maior valor, quer pela regularidade dos seguros. Essa regularidade garante que, em caso de sinistro e desde que o credor seja o beneficiário, a dívida seja quitada pela seguradora (especialmente se houver perda total dos bens dados em garantia).

O penhor é também, basicamente, um direito de privilégio na execução de um bem móvel. Tal como no caso da hipoteca, o bem deve ser descrito em contrato formalizado por instrumento escrito, embora não exija a forma pública. Exige-se também o registro do contrato em cartório de títulos e documentos para cautela contra direitos de terceiros. O penhor pode seguir diferentes normas jurídicas: civil, mercantil, cedular etc. Entretanto, todas as modalidades usadas em operações bancárias dispensam a exigência da entrega do bem para sua constituição, podendo ser constituído um fiel depositário para responsabilizar-se pelo bem, em caso de necessidade.

O penhor de direitos, dinheiro ou títulos de crédito também pode ser chamado de *caução*, muito utilizada para onerar ações ou quotas de sociedades. A vantagem do penhor é a possibilidade de uso em operações em que outras garantias não possam ser utilizadas (como no caso do crédito rural). Sua principal desvantagem está ligada à natureza ou valor dos bens que são objeto de penhor: depreciação, remoção, transporte, obsolescência, dificuldades de encontrar comprador etc. O mais importante, entretanto, é que essa garantia não é utilizada sempre que for possível constituir alienação fiduciária em garantia, uma vez que o penhor deve respeitar a preferência dos créditos privilegiados (trabalhistas e fiscais) e a outra não.

A alienação fiduciária em garantia incide sobre bens móveis e, mais recentemente, imóveis (embora nesse último caso as dúvidas quanto à sua

aplicabilidade estejam retardando a sua difusão). Ela consiste na transferência da propriedade do bem para o credor enquanto durar a obrigação garantida, característica que permite que se afaste o direito dos credores privilegiados, uma vez que se tratam de bens de terceiro, estranhos ao patrimônio do devedor até a quitação da dívida.

Pela legislação nacional, o acesso à garantia é permitido, de forma indireta, em duas situações: nas operações de crédito garantidas por alienação fiduciária, na qual o credor pode propor uma ação de busca e apreensão dos ativos recebidos em garantia, por não serem ativos de propriedade da empresa; e no caso de hipoteca imobiliária, na qual os ativos que lastreiam os empréstimos habitacionais podem ser objeto de execução. As garantias reais servem, de forma geral, para facilitar a obtenção de ativos para penhora, os quais têm que ser obrigatoriamente alienados na medida em que o credor não pode se apropriar diretamente das mesmas nos casos de inadimplência.

Garantias Pessoais

- **Fiança e Aval (Próprios e de Terceiros)**

A fiança é um contrato autônomo e acessório de garantia, através do qual o fiador compromete-se a cumprir com as obrigações do afiançado perante o credor, e exige a qualificação das partes, só podendo ser formalizada expressamente por meio de instrumento escrito – público ou particular. Ela pode ser civil ou mercantil, dependendo da natureza das obrigações garantidas, e exige a outorga do cônjuge, ou seja, marido e mulher devem assinar para que possa atingir todos os seus efeitos.

A fiança, civil ou mercantil, é um contrato que garante contratos (mútuo, abertura de crédito, locação etc.). O fiador responde com todo o seu patrimônio e tem o direito, se dele não abrir mão, ao benefício de ordem, ou seja, só poderá ter seus bens executados depois de executados os bens do afiançado. Se houver vários fiadores, eles só poderão ser chamados depois de executado o fiador citado anteriormente, na ordem em que aparecem no contrato. Naturalmente, a praxe é de os credores só aceitarem fiadores que abram mão desse benefício de ordem.

O aval é uma característica de um título de crédito, que permite a um terceiro, pela mera aposição de sua assinatura, aceitar ser coobrigado em relação às obrigações do avalizado. Se o aval não identificar o avalizado, o avalista

estará garantindo o último devedor do título. O aval não exige a outorga do cônjuge ou a qualificação do avalista e não tem benefício de ordem, ficando o avalista coobrigado pelo pagamento total do título. Somente existe aval como garantia em títulos de crédito (letras de câmbio, notas promissórias, cheques, cédulas de crédito etc.).

Outras Garantias

- **Retenção ou Reserva de Meios de Pagamento**
- **Garantia de Recebíveis**
- **Seguros de Crédito**

Outras garantias podem ser utilizadas, às vezes indevidamente, em financiamento de investimentos empresariais, como, por exemplo, a carta de crédito e a retenção de receita do empreendimento.

A carta de crédito é um contrato previsto na legislação mercantil que tem por instrumento um documento fornecido por um comerciante (em geral, uma instituição financeira) que abre um crédito em valor determinado e a uma pessoa determinada junto a outro comerciante (em geral, um banco). Normalmente, é um documento usado comumente em operações que envolvem exportações, com bancos de diferentes países. Sua modalidade mais popular é o *traveller check*. Seus requisitos são: *pessoa certa*, *quantia determinada* e *responsabilidade* do emitente. Pode ser simples (um correspondente) ou circular (vários) e, como é fácil imaginar, sua emissão está vinculada a uma operação entre o emitente e o beneficiário da carta. Como se trata de um contrato de abertura de crédito, o saque poderá ser de uma vez ou parcelado, de acordo com as condições acordadas.

A garantia de recebíveis é dada por cessão ou mandato, pelo qual o devedor dá ao credor o direito de sacar recursos que sejam fruto de operações futuras do financiado. Essa operação pode ser um simples instrumento de pagamento ou uma forma sofisticada de garantia envolvendo a segregação de risco através de uma sociedade de propósitos específicos (SPE) (ou não) e a constituição de um agente fiduciário (ou não) por onde transitará essa receita futura (ou não). Nas operações de *project finance*, é comum que sejam as únicas garantias oferecidas, juntamente com as obrigações de fazer ou de não fazer (*covenants*) pactuados e a caução dos títulos ou direitos representativos dos direitos de sócio.

A utilização da SPE em operações mais complexas, cada vez mais frequente entre nós, com o objetivo de segregar riscos, também indica que devemos

aceitar garantias indiretas na estruturação das operações de empréstimo. Isso nos permite apoiar bons riscos que são representados por empresas com poucos ativos mas com gestão confiável e boas perspectivas econômico-financeiras. Como os *covenants* independem de expressa autorização legal (portanto, sempre existiram), eles podem ser usados isolada ou cumulativamente com garantias reais ou fidejussórias.

O seguro também pode ser utilizado como garantia. Entretanto, embora nosso mercado segurador já tenha condições de atender a demandas por seguros de garantia, seguros de garantia financeira, seguros de *performance* etc., é preciso lembrar que o uso de seguros como garantia ainda é caro e os produtos muitas vezes têm que ser desenhados sob medida, uma vez que o pagamento só será feito em função de uma estipulação muito clara das hipóteses em que poderá ser considerado. Nosso mercado também apresenta limites em função do resseguro, não tendo sido ainda popularizado, a exemplo de outros países, como uma alternativa competitiva.

Também podem ser utilizadas como forma de proteção contratual as obrigações decorrentes do descumprimento dos *covenants*, verificadas por auditores independentes especialmente contratados. Esse descumprimento geralmente indica uma deterioração da qualidade do risco do devedor, e nesse caso o credor poderá, para equilibrá-lo, obrigar os controladores a efetuar uma subscrição de capital direcionado ou ter suspenso o seu direito de recebimento de dividendos.

Contexto Jurídico

- **Ambiente Jurídico Nacional**
- **Qualidade da Execução Judicial no Brasil**
- **Contextos Jurídicos Diferenciados**

O contexto jurídico nacional demonstra que as leis e os tribunais proporcionam uma proteção fraca contra comportamentos oportunistas de devedores que entram em curso problemático, pois: *a)* nos casos de reestruturação, mesmo que, tecnicamente, a lei permita que os credores participem do processo de reorganização da empresa, é praticamente impossível para eles interferirem no processo sem o consentimento dos controladores da empresa; e *b)* os procedimentos legais que balizam a execução judicial são considerados complicados e acabam permitindo uma sucessão de manobras visando postergar decisões, o que cria um forte incentivo para que os devedores em curso problemático procurem renegociar, ou mesmo honrar, os seus compromissos. Ademais, as decisões favoráveis aos devedores

mobilizam escritórios de advocacia e associações de devedores mais rapidamente do que as favoráveis aos credores, disseminando jurisprudência pelos diferentes estados da federação.

Estudo de Pinheiro e Cabral (1998) apontou que as leis que definem os direitos dos credores são federais, mas aplicadas por tribunais estaduais, e que, conseqüentemente, a qualidade da execução judicial de contratos de empréstimos não é uniforme em todos os estados brasileiros. O estudo apontou cinco motivos para essa baixa qualidade: *a)* em muitos estados os tribunais são menos independentes do governo e/ou de grupos de influência política do que em outros; *b)* tribunais de alguns estados, especialmente os de primeira instância, são bastante “politizados”, e por isso tendem a ter diferentes interpretações da lei, de forma a acomodar as visões políticas do juiz (esse fator foi bem exemplificado pelo posicionamento de alguns tribunais com relação à privatização e ao anatocismo); *c)* o problema da corrupção é mais presente em alguns estados do que em outros; *d)* existe uma grande variação tanto com relação às custas judiciais quanto aos honorários advocatícios, sendo as primeiras fixadas de forma independente por cada estado e os segundos variando de acordo com a oferta e a demanda locais; e *e)* a formação técnica dos juízes não é uniforme em todos os estados do país.

Pinheiro e Cabral citam, ainda, pesquisa realizada pelo Instituto de Desenvolvimento Econômico do Estado de São Paulo (Idesp) para avaliar a atuação do Judiciário a partir de três características (custo, rapidez e imparcialidade), na qual a morosidade foi apontada como maior problema, vindo em seguida o alto custo dos processos, principalmente para os créditos de pequeno valor, e em terceiro a parcialidade das decisões. O referido estudo concluiu que o mercado de capitais nacional é caracterizado por volume de crédito relativamente baixo e por taxas de inadimplência e de juros muito altas, devido à menor proteção aos credores, dentre outros fatores, o que acarretava oportunidades inferiores em termos de finanças externas, contribuindo para o reduzido tamanho do mercado de crédito.

O contexto jurídico molda as relações jurídicas de outras formas: ambientes jurídicos nacionais ou de uma mesma escola jurídica (romano-germânica, consuetudinária etc.) têm menos necessidade de detalhes contratuais, pois a matéria já se acha codificada ou tem uma base jurisprudencial comum (diz-se que há contexto denso). Entretanto, quando se lida com partes originárias de países com ambientes jurídicos distintos (contexto fluido), os equívocos são inevitáveis, pois até as palavras têm significados diferen-

tes (como, por exemplo, aval). Nesse caso, os contratos devem ser extensos e começar sempre com um glossário com as definições das palavras-chaves.

Internacionalmente, se as partes usarem mais de uma língua no contrato é importante que fique definido qual delas deve ser usada para dirimir dúvidas. Outras providências necessárias são a definição da legislação aplicável ao contrato, a jurisdição de competência para julgamento (que não precisa ser a mesma da legislação aplicável) e a jurisdição de execução (que, embora normalmente não o seja, pode ser outra totalmente diferente). Para a execução de contratos, deve-se utilizar a lei do local do bem envolvido.

Recuperação Extrajudicial

- **Renegociação como Alternativa Preferencial**
- **Instrumentos de Renegociação**

Os devedores inadimplentes arcam, geralmente, com altas multas, o que, combinado com as altas taxas de juros, faz com que a dívida sofra um rápido aumento, e, como consequência, as renegociações de dívidas quase sempre envolvam grandes descontos. Esses descontos se aplicam, também, a bancos públicos, exceto que os mesmos não podem, por lei, aceitar uma negociação que envolva um retorno menor do que o do empréstimo original. Esse é um dos poucos aspectos aparentemente positivos para conceder uma relação isonômica entre credor e devedor.

A experiência internacional tem mostrado que o trabalho de recuperação de créditos deve trabalhar com três premissas básicas: *negociação* como alternativa à execução das garantias, identificação do *ambiente* de onde provém o risco e ênfase na *geração de resultados operacionais*. É interessante notar que a experiência ensina que a melhor garantia é o sucesso da operação apoiada e sua geração de receitas originalmente prevista.

No passado, a análise de projetos lidou, muitas vezes, com um ambiente ideal. A empresa apoiada, entretanto, tem que lidar com fatores externos de risco no ambiente competitivo em que está sendo desenvolvido o projeto apoiado. Fornecedores, compradores, concorrentes (novos ou já existentes) e novos agentes que possam vir a substituí-la (como no caso de uma inovação tecnológica) são os participantes desse meio ambiente e podem vir a ser ameaças ou soluções para os problemas de recuperação de crédito.

Como o objetivo é a geração positiva de receitas que permita o prosseguimento da operação, as soluções usualmente adotadas envolvem reescalonamento condicionado (com compensações para o credor), desmobilização de ativos, assunção de dívidas por um terceiro, cessão (“venda”) de créditos, utilização de recebíveis, uso de debêntures, *leasing* e acesso a instrumentos de controle interno, utilizando eventualmente princípios de governança corporativa.

Entre os instrumentos de negociação que podem ser utilizados, existe a possibilidade de implementar cláusulas contratuais que permitam caracterizar a “contaminação” de todo o grupo a que pertence a beneficiária da colaboração financeira inadimplente.

Muito embora a via negocial tenha se provado eficiente na recuperação de créditos, não são poucos os constrangimentos legais que devem ser superados no Brasil. Somente a título de exemplo, deve ser lembrada a necessidade da Certidão Negativa de Débitos do Instituto Nacional de Seguridade Social para a negociação com imóveis, bem como o Certificado de Regularidade do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço, expedido pela Caixa Econômica Federal. Como os inadimplentes normalmente deixaram de pagar esses encargos, a impossibilidade de sua expedição inviabiliza muitos acordos.

Recuperação Judicial

- **Ação Ordinária e Ação de Execução**
- **Ritos Processuais para a Execução de Garantias Reais**

No caso da hipoteca ou do penhor, o credor (em geral) deve executar o contrato através de *ação ordinária*, que pode levar de dois a cinco anos até que se tenha uma sentença transitada em julgado, ou seja, da qual não caiba mais recurso. Isso se deve ao princípio de que, nessa fase, o juiz (o Estado) deve ser imparcial, ouvindo as razões das partes, realizando perícias e dando todas as oportunidades de defesa e recurso. Obtida essa sentença, o credor provavelmente deverá entrar com novo processo judicial, através de uma ação de execução, para obter seu direito, agora reconhecido pelo Estado.

A *ação de execução* se inicia com a notificação do devedor para pagar ou oferecer bens à penhora (cuidado para não confundir *penhor* – garantia – com *penhora*, que é uma medida de execução judicial). Caso haja hipoteca

ou penhor, os bens objeto dessa garantia serão penhorados (não confundir com empenhados), dispensando uma busca, muitas vezes difícil, de um bem disponível. Segue-se a avaliação judicial desses bens penhorados, que a essa altura provavelmente já estarão depreciados ou desvalorizados por abandono, furto ou simplesmente pela paralisação das operações. Finalmente, haverá a praça ou hasta pública (leilão) dos bens, quando será obtido o valor que deverá ser usado para pagar o executante.

Entretanto, se houver solicitação da Justiça do Trabalho, das Varas Federais ou das Varas de Fazenda Pública, desse valor deverá ser deduzido o montante necessário para pagar execuções trabalhistas ou fiscais. Se sobrar, o pagamento deverá observar ainda a ordem de prioridades entre os credores hipotecários ou os direitos decorrentes de extensões em garantia pignoratícia (decorrente de penhor).

A isso se contrapõe a execução da alienação fiduciária, que se faz através de simples busca e apreensão, como se faria sobre um bem próprio que estivesse com um terceiro. A garantia através de alienação fiduciária pode também ser efetiva através de execução do contrato ou de ação de responsabilização do fiel depositário, dependendo das circunstâncias.

Em caso de falência, as chances de recuperação de crédito com garantia hipotecária ou pignoratícia são remotas, uma vez que o quadro de classificação dos créditos a serem pagos, depois de todo o longo processo de sindicância, exigem antes o pagamento dos créditos trabalhistas e fiscais, das despesas feitas por terceiro para conservação dos bens e dos encargos da massa. A alienação fiduciária, em princípio, não será atingida pela falência ou concordata, por ser um bem estranho à massa falida. De forma semelhante, na concordata os créditos com garantia hipotecária ou pignoratícia deverão ser excluídos desse processo de cobrança, que só atingirá os credores quirografários (sem privilégio ou garantia).

Conclui-se que, embora o penhor e a hipoteca sejam prioritários na execução, qualquer direito trabalhista ou fiscal tem preferência sobre os direitos do credor, enquanto no caso da alienação fiduciária há a elisão das preferências, em virtude da transferência de propriedade ao credor. O rito processual da execução constitui uma diferença importante muito favorável à alienação fiduciária. Finalmente, deve-se estipular, de forma específica, qual a parcela do crédito garantido pela hipoteca, pelo penhor ou pela alienação fiduciária, caso essas garantias coexistam em um mesmo instrumento contratual, pois sua execução judicial será realizada por ritos processuais diferentes.

Referências Bibliográficas

- ALTMAN, Edward, CAOUETTE, John, NARAYANAN, Paul. *Gestão do risco de crédito: o próximo grande desafio financeiro*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2000.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Juros e spread bancário no Brasil*. Departamento de Estudos e Pesquisas (Depep), out. 1999 (www.bacen.gov.br).
- BERGAMINI JR., Sebastião. Classificação de risco: o modelo em uso no BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 71-100, dez. 1997.
- BERNSTEIN, Peter. *Desafio aos deuses: a fascinante história do risco*. Rio de Janeiro: Editora Campus, 1997.
- BORBA, José E. Tavares. *Direito societário*. 2ª ed.; Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1995.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Covenants: instrumento de garantia em project finance*. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 11, p. 117-136, jun. 1999.
- EIZIRIK, Nelson. *Reforma das S.A. e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
- FINNERTY, John D. *Project finance: engenharia financeira baseada em ativos*. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999.
- FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 12ª ed. rev. e amp.; Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 1999.
- PINHEIRO, Armando Castelar, CABRAL, Célia. *Mercado de crédito no Brasil: o papel do Judiciário e de outras instituições*. Rio de Janeiro: BNDES, 1998 (Ensaio BNDES, 9) (www.bndes.gov.br).
- SILVA, José Pereira da. *Análise e decisão de crédito*. São Paulo: Editora Atlas, 1988.
- STANDARD & POORS. *Global ratings criteria Latin America – 2000*. 2nd ed.; 2000.

